تقييم المنشأة الاقتصادية: مدخل القيمة الاقتصادية المضافةEVA

أ. بريكة السعيد
أستاذ مساعد بكلية الاقتصاد والتسيير
جامعة العربي بن مهيدي أم البواقي
saidbrika@yahoo.fr

أ. مسعي سمير
أستاذ مساعد بمعهد العلوم الاقتصادية
المركز الجامعي خنشلة
s_messai@yahoo.fr

ملخص الدراسة:

يعتبر موضوع تقييم المنشآت أحد المسائل الهامة في مجال الإدارة المالية، فلم يعد تحديد الأرباح الصافية التي يمكن أن تحققها المنشأة الاقتصادية في الوقت الراهن مؤشراً كافياً لمعرفة قيمتها؛ لأن النتائج المحاسبية المعطاة لا تعكس الواقع السوقي؛ حيث يمكنها أن تخفي عدة نقائص كعدم كفاية الاستثمار المادي والمعنوي المتجدد والمولد للإنتاجية، ومن ثم تحجيم القيمة أو تشويهها. في هذا الصدد قام مجموعة من الممارسين والمحللين الماليين بعرض مجموعة من الطرائق الحديثة للتقييم التي استطاعت أن تعالج بعض نقاط الضعف المأخوذة على الطرق التقليدية؛ كأن تراعي على سبيل المثال بعض المؤشرات الخاصة كأخطار النمو، وتحافظ على ديمومة واستمرارية النتائج المحققة. بالإضافة إلى ذلك فهي لا تأخذ بعين الاعتبار المعطيات المحاسبية التي لا تطابق الواقع الاقتصادي.

سنحاول من خلال ثنايا هذه الورقة أن نعرض واحداً من أحدث نماذج تقييم المنشآت، ألا وهو نموذج القيمة الاقتصادية المضافة Eva

الكلمات المفتاحية:

القيمة الاقتصادية المضافةEVA ، القيمة الاقتصادية، خلق قيمة للسهم، القيمة الاقتصادية المضافة MVA، المنشآت الاقتصادية.

تمهيد:

يحتل موضوع خلق القيمة مكانة هامة في مراكز القيادة والتسييرداخل المؤسسات الاقتصادية ، فالتسيير بالقيمة أصبح ميزة مرتبطة بالمنشآت الكبرى كمحاولة منها للانتقال بالوظيفة المالية من النشاط المحاسبي نحو النشاط الاقتصادي والذي يؤدي إلى خلق قيمة creation de valeur، حيث أضحت المنشآت تأخذ به كمؤشر نمطي في التقييم وكمقياس شامل يسهم في اتخاذ القرارات الإستراتجية الشاملة والدائمة.

وقد قامت مكاتب الاستشارات بتقديم العديد من مداخل التقييم التي أصبحت موضع اهتمام واسع لدى المنشآت الاقتصادية، حيث تستخدمها كأدوات لمعرفة قيمة السهم إمّا خارجياً و يطلق عليها خلق قيمة لحملة الأسهم Shareholder value أو في التسيير الداخلي و تسمى قيمة اقتصادية **E**conomic **V**alue.

ولهذا الغرض نشرت عدة دراسات في هذا التوجه نذكر منها:

- نسبة Q لـــ طوبان « Ratio Q ; **Tobin** » .
- إستراتيجية خلق القيمة 1990 لـــ : ماك كينسي « Stratégie De La Valeur ; **Mc Kinsey** ».
- القيمة الاقتصادية المضافة Economic Value Added : نشرت من مكتب **Stern**, **Stewart &co**.

ويجدر بنا الذكر أن جميع المداخل المدرجة أعلاه تربط بين القيمة في البورصة أي القيمة السوقية والقيمة المحاسبية للمنشأة [Black, Wright, Bachman,1999,P.x]. فالدور الجديد الذي تتبناه إدارة المنشآت في التسيير يختلف عن النماذج التقليدية التي تعتبر غير ديناميكية من جهة وغالبية مؤشراتها لا تصلح للتنبؤ إلاّ على مستوى قصير المدى، وتهتم بالجانب المحاسبي فقط الذي يمثل تشويه للقيمة من جهة أخرى.

وأضحى الاهتمام الآن يتجه نحو القيمة الاقتصادية، وهي تختلف عن الربح كونها تولي عناية خاصة لقيمة السهم، وبالتالي تأثر قيمته السوقية نتيجة تغيير حجم التدفقات النقدية **C**ash **F**low المتوقع الحصول عليها خلال فترة حياة المشروع أو الاستثمار.

فإدارة المنشأة تضطلع بمسؤولية التقييم الاقتصادي وليس التقييم المحاسبي، وهو ما يعني النظر من أفق أبعد من منظور النموذج المحاسبي[الحناوي، العبد، 2002، ص.479]**.** فخصوصية النماذج التي تتبنى خلق القيمة تتمثل في أنها تدمج تكلفة الأموال، وهذه الأخيرة لا تأخذ بها نماذج التقييم التقليدية**.** يضاف إلى ذلك أن مؤشرات خلق القيمة أكثر متانة وارتباطاً مع التقييم في البورصة وسوق المال عموماً.

جدير بنا أن نشير في البداية إلى ثلاثة تحولات رئيسية صاحبت فكرة تقييم المنشآت هي:

♦ **تحولات في البيئة الاقتصادية للمنشأة؛** حيث شهدت السنوات الأولى من العقد الماضي بروز مداخل للتقييم طوّرت لتتلاءم و ما تمليه السوق المالية نتيجةً لتحذير المسيرين من المبالغة في تعظيم ثروة المساهمين، وتجنب كل المؤشرات التي تعتمد على تعظيم التقييم المحاسبي وحده**.** فالحركة الواسعة

لعروض الشراء(OPA: Offre Publique d'Achats) أدت إلى إعادة تحديد مكانة و دور المساهم في إستراتيجية المنشأة [Hoarau ,Teller, 2001, P.3].

♦ **العولمـــة و التمـــويل؛** حيث تميزت هذه المرحلة بتطور الهندسة المالية و تدويل المنشأة الاقتصادية؛ فهيكلها المالي أصبح يخضع لمنطق مختلف، و كذا هيكلها المادي الاقتصادي يخضع لمنطق تجريدي في مبادلات الأموال والمعلومات، حيث يتم تبادل السلع والخدمات خارج السوق المحلي. بالإضافة إلى ظهور الإستراتيجيـــات التي تحبـّـذ الاندماج، سعياً منها لتحقيق الهيمنة والاستحواذ وإدارة منشآت أخرى في السوق باقتناء أسهمها ...الخ، وهذه الإستراتيجيات متنوعة (صناعية، تكنولوجية، تنموية،..).

♦ **يعتبر خلق القيمة إيديولوجية حقيقية أكثر منه نموذجا بسيط؛** ففي الوقت الراهن خلق قيمة لحملة الأسهم في السوق لم يعد سهل التحقيق بل لا يتم إلاّ بإتباع إستراتيجيات جدّ معقدة على جميع المستويات (الأمامية والخلفية)، وحتى الآن هذه النماذج لها مكانتها التطبيقية في مراكز القيادة لعدد مضطّرد من المنشآت.

فحجم الظاهرة يستدعي بيان الأسس النظرية ومفاهيم القيمة وقيمة السهم خاصة، وكذا عرض أهـــم النماذج مع بيان الدور المتنامي للمساهم في إستراتيجيـــة إدارة المنشأة وتحديداً في آلية اتخـــاذ القـــرارات والرقابة ومنحى أهدافها. وكذا إشكالية خلق القيمة ومحددات تكلفة اقتنـــاء الأموال باعتبارها ميزة لصـــيقة بالقيمة الاقتصادية المضافة[1] **EVA**.

أولاً: مفاهيم و أسس خلق القيمة

تعتبر مسألة خلق القيمة في المنشأة من أعقد المواضيع المطروحة على الساحة المالية، رغم الجهود التي يبذلها المديرون والمسيرون. وقبل الخوض في المشكلة نتناول القيمة كمفهوم متعدد المجالات سواء منها الاقتصادية أو المالية وغيرها، وبيان القيمة كمفهوم شامل ثم نتناول أسس و مرجعية خلق القيمة كتطور وأيديولوجية في نفس الوقت مع الإشارة إلى نظرة الكلاسيك لهدف المنشأة.

1 . مفاهيم القيمة وبيان شموليتها: تسعى المنشأة حسب الكلاسيك من خلال الاقتصاد الجزئي إلى تعظيم الربح أو ما يسمى بتعظيم ثروة المالكين، غير أنه رغم التصور الضيق لهذه النظرة فهي لم تعد كافية، لأن الوقائع الاقتصادية تبين أن الهدف الأساسي للمنشأة أخذ منحى آخر يندرج تحت مظلة خلق القيمة، وهو يهتم بعناصر أخرى أبرزها عنصر التكلفة.

القيمة كمصطلح في علوم التسيير انشطرت إلى ثلاثة معاني دقيقة [ECOSIP,1999 ,P.22]:

- القيمة المضافة.
- القيمة التي يمثلها الزبائن(العملاء)، أو رأسمال العملاء
- القيمة التي يمثلها المساهم.

[1] - معرفة القيمة السوقية المضافة المتوقعة يقتضي حساب القيمة الاقتصادية المضافة اعتماد على المعطيات المحاسبية.

وسنركز على القيمة التي يمثلها المساهم، من خلال قياس المردودية بالنسبة للتوظيفات المالية مع المؤشرات المتمثلة في القيمة الاقتصادية المضافة **EVA** والقيمة السوقية المضافة **MVA**) **M**arket **A**dded **V**alue) والتي تعتمد على المفهوم نفسه (القيمة المضافة). لهذا الغرض سنقوم بعرض مختلف مفاهيم القيمة بإيجاز ثم بيان شمولية القيمة وبعدها مفهوم خلق القيمة و تطوره.

1.1. مفاهيم القيمة: ليس من السهل بمكان تحديد مفهوم للقيمة، فقيمة الشيء مرتبطة بعدد هائل من المحددات، وزاوية التقييم وفترته...الخ. وللقيمة مفاهيم عدة حسب استخدامها وغايتها[عبد العال، الموسوعة،ج3،2003،ص.53] ومن أهمها:

- **القيمة السوقية:** هي تعبير عن قيمة الأصل في السوق أي تقدير السوق للأصل. فالقيمة السوقية للسهم مثلا، " تتحدد على أساس تقويم المستثمرين للأرباح المتوقعة في المستقبل، ومعنى هذا أن القيمة السوقية تأخذ في الحسبان القيمة الاقتصادية للشركة"[أحمد توفيق، 1984، ص.480].و يطلق عليها كـ ذلك القيمة النقدية و هي الجانب النقدي للأصول عند تحويلها إلى مالك آخر أو بيعها ، و قيمة الأصل في السوق تعكس أهمية المنشأة وإجماع المشترين المحتملين للأصل [عبد العال، الموسوعة، ج 3، 2003، ص.44،45] .
- **القيمة الاستثمارية:** هي عبارة عن حاصل إجمالي التدفقات المستقبلية لأصل ما، أي أن ما يدره الأصل خلال فترة الاستثمار يعبر عن قيمته؛ مع الأخذ بعين الاعتبار لعاملين هما:
  - القيمة الإضافية التي يمكن أن تتحقق خلال السنوات اللاحقة.
  - حجم المخاطر وتقلبات أسعار الأصول وأثر التضخم و الظروف العامة.
- **القيمة الاستعمالية والقيمة التبادلية:** ففي إطار قيام آدم سميث بمعالجة القيمة، عند تناوله لكيفية تحديد قيمة المبادلة وبناء على فكرة تقسيم العمل، نجده يفرق بين استعمالين لكلمة القيمة، فيوضح أن إحداها تدعى قيمة الاستعمال، ويقصد بها منفعة الشيء، أمّا الأخرى فتدعى قيمة المبادلة و تعني ما للشيء من قدرة على شراء سلع أخرى، وقدم سميث مثاله الشهير عن التناقض الذي يمكن أن يسفر عنه وجود هذين المفهومين للقيمة، فالواقع العملي أثبت أنه يمكن أن نجد شيئا ما يتمتع بقيمة استعمال كبيرة، في حين أن قيمته التبادلية ضئيلة أو منعدمة، و العكس صحيح، ومثال ذلك الماء و الماس[حشيش، د.ت، ص.174].

القيمة الاستعمالية لأصل ما غير مرتبطة بملكيته وإنما مرتبطة بكيانه التشغيلي، أمّا القيمة التبادلية فهي مرتبطة بالشيء المملوك، والقيمة التبادلية أقل من القيمة الاستعمالية، و مثال ذلك وسائل العمل في المنشأة، فقيمتها الاستعمالية أعلى بكثير من قيمتها التبادلية [عبد العال، الموسوعة، ج3، 2003، ص.55–56].

- **القيمة الدفترية:** هي مفهوم محاسبي فقط وليس تقييم اقتصادي، وتعبر عن التكلفة المحاسبية التاريخية للأصل المعني ناقص جميع الاهتلاكات (الامتلاك التراكمي) .

بالنسبة للمنشأة الاقتصادية هي بمثابة تحديد للتكلفة الأصلية للأصول مع طرح الاحتياطيات مثل الاهتلاكات، الديون المعدومة. أما بالنسبة لشركات المساهمة فإن القيمة الدفترية للسهم العادي تتمثل أساسا في قسمة صافي حقوق الملكية على عدد الأسهم العادية وذلك بعد خصم جميع الالتزامات و القيم المقابلة للأسهم الممتازة. وبعبارة أخرى فهي تتمثل في قسمة رأس المال المدفوع والاحتياطات والأرباح المحتجزة إن وجدت على عدد الأسهم العادية. مع العلم أن هذا المفهوم يختلف عن القيمة التصفوية كما نرى فيما بعد .

- **القيمة المتبقية:** هي قيمة الأصل بعد إهتلاكه (محاسبياً) كليةً ولكنه لا زال ذو فائدة أي يمكن الاستفادة منه. والقيمة المتبقية تختلف عن قيمة الخردة التي يفترض فيها أن الأصل لا فائدة من ورائه.
- **القيمة عند التصفية:** بما أن اهتمامنا ينصب على القيمة الاقتصادية للأصل و بالتالي قيمته عند الاستخدام، فعند التصفية هناك شركات أخرى يمكنها استخدامه، ومقابل حصولها على الأصل تدفع ثمن، وهذا ما يعبر عنه بالاستخدام البديل أو القيمة عند التصفية **L**iquidating **V**alue [أحمد توفيق ، 1984، ص.476]. أما إذا حدث وأن بيعت المنشأة أو الشركة نتيجة عوامل معينة و في فترة قصيرة فإن قيمتها تساوي صافي المبالغ التقديرية بعد دفع جميع الالتزامات. و إذا كانت شركة ذات أسهم فالقيمة الصافية التقديرية المحصل عليها، بعد خصم جميع الالتزامات و حقوق أصحاب الملكية الآخرين كالأسهم الممتازة، مقسومة على عدد الأسهم العادية تمكننا من تحديد قيمة السهم عند التصفية. وعلى كلٍ فقيمة المنشأة عند التصفية أقل بكثير من قيمتها لو أنها بقيت مستمرة كمشروع.
- **قيمة شهرة المحل (Goodwill):** هي عبارة عن مجموعة الصفات غير القابلة للوزن أو القياس بدقة والتي تجذب الزبائن إلى منشأة أعمال معينة، وهي في جوهرها توقع استمرار تفضيل العملاء وتشجيعهم لأي سبب من الأسباب[عبد العال، الموسوعة، ج3 ،2003، ص.56]. وهي بمثابة ارتفاع لتكلفة الاستحواذ على المنشأة المعنية مقارنة بقيمة الأصول التي تحوزها بعد خصم حقوق الغير، و الفرق هو الذي يعبر عن قيمة الشهرة .

2.1. شمولية القيمة: تظهر القيمة في الوقت الراهن كمفهوم شامل في علوم التسيير، حيث يرى كل من المستشارين برشيت وديسرمو **Brechett et Desreumaux** بأن:"القيمة مفهوم نظامي متحرك في علوم التسيير والهدف من تعميم النظرة التنظيمية هو تحقيق قراءة متآلفة ومعمقة"[Hoarau, teller,2001,PP.8,9].

وبالرغم من ظهور القيمة كمفهوم شامل فإنها منشطرة بشكل واسع؛ قيمة تبادلية، قيمة استعماليه، قيمة محاسبية، قيمة اقتصادية وإستراتيجية ... الخ. ففي ظل هذا الزخم من التطورات تقول بعض المرجعيات أن عملية التمويل تنطلق من مبدأ تعظيم قيمة السهم بمعنى آخر تعتمد القيمة التي تستطيع المنشأة الاقتصادية توليدها وخلقها لزبائنها وشركائها بأقل تكلفة مرفقة كأولوية لدى الاقتصادي و خاصة لدى النيوكلاسيك، إلاّ أن السوق يعطينا تقييم لا يمكن فهمه إلا بالرجوع على سلوكيات و إستراتيجيات المتعاملين [Hoarau,Teller,2001,P.9].

والشكل الموالي يوضح الأشكال المختلفة لخلق القيمة. و جدير بالذكر أنـــه لا يمكـــن فهـــم القيمـــة المعطاة في السوق دون إبراز تلك القيمة التي تبنى داخل المنشأة الاقتصادية من قبـــل المتعـــاملين ، لـــذا فالتوجه الجديد يكرس السوق فوق كل الحلول الأخرى.

شكل (1) : الأشكال المختلفة لخلق القيمة

<table dir="rtl">
<tr><td rowspan="2">خلق القيمة للعاملين</td><td colspan="2">خلق القيمة للزبائن</td><td rowspan="2">خلق القيمة للمـــوردين</td></tr>
<tr><td>قيمة سوقية</td><td rowspan="2"></td></tr>
<tr><td rowspan="2">خلق القيمة للشركاء</td><td>قيمة محاسبية للمنشأة</td><td rowspan="2">خلق القيمة للمجتمع</td></tr>
<tr><td colspan="2">خلق قيمة للمساهمين</td></tr>
</table>

Source: [Hoarau ,Teller,2001,P.9].

3.1. مفهوم خلق القيمة

أهتّم الاقتصاديون الأوائل والدارسون لمفهوم القيمة بمعدل الفائدة على التدفقات النقدية Flux de Trésorerie وكذا الدراسات المعروفة لفيشر(1907– 1930) وويليامز**Williams**(1938)؛ اللذان عرضا مفهوم مالي للقيمة يجمع بين سعر الأصل (أو ثمنه) والدخل المحتمل الحصول عليه. فالفكر الأكاديمي الأكثر حداثة الأقرب إلى مفهوم خلق القيمة كان الاهتمام به بارزاً في أعمال كل مـــن: هيكس **HAX** ومجليف **MAJLUF**(1984)، رابابورت **Rappaport**(1986)، كوبلاند**Copeland**، كولار **Koller** وميرين**Murrin** (1990،1996)، هولسن **Ohlson** (1990، 1992)، ستوارت **Stewart** (1991) وفلثام **Feltham** وهولسن **Ohlson** (1995)[Simon,1999]. وسنوضح الظروف التي ظهر من خلالها موضوع خلق القيمة حيث برز بوضوح في سنوات التسعينات وأصبح بمثابة مسار استراتيجي لعدد كبير من المنشآت الاقتصادية، ونوضح أهم مراحل تطوره ثم تحديد أهدافه .

ونعني دائما بمصطلح خلق القيمة[1] la Création de la Valeur خلق قيمة للسهم، وانطلاقا مـــن ذلـــك فهذا المفهوم يكرس وضع المساهم في خدمة إستراتيجية المنشأة[COB,P.5] .

1.3.1. ظروف تطور المفهوم: لتطور مفهوم خلق القيمة و تبلوره ظروف و أسباب يمكن إجمالهـــا فـــي العنصرين الآتيين:

أ. الحاجة إلى الأموال و المنافسة: لقد سمح تطور مفهوم خلق القيمة للمنشآت بطلب مختلف حاجياتها مما أدى إلى ارتفاع أسعار الفائدة الحقيقية في سنوات الثمانينات الشيء الذي أسهم في تسارع وتيرة المنافسة بين المتعاملين الاقتصاديين الخواص منهم والعموميين في سوق رؤوس الأموال، فساد عدم التنظيم المالي و صعب اقتناء الأموال بأكثر حرية بصفة مباشرة من السوق، الشيء الذي جعل المنشآت تبحث عن معيار تحتكم إليه لتحقيق الاستقرار المالي [COB, P.5].

---

[1] - Shareholder Value .

ففي ظل المنافسة الشديدة من أجل الحصول على الأموال بالنسـبة للمنشـآت الاقتصـادية و نمـو الاقتصاديات الدولية، برزت بعض من القواعد المحاسبـية والمالية وظهرت أيضا مفاهيم جديـدة كخلـق القيمة. و يبدو ذلك واضحاً من خلال نجاح بعض المنشآت التي تهتم بالرفع المالي، بالإضافة إلى الشروط التي يمليها السوق في التقييم كانعكاس للتوجهات العالمية على المستوى المالي.

ب. بروز المساهم: العامل الثاني الذي ساهم في تطور مفهوم خلق القيمة يكمن في ظهور مجموعات عديدة تمثل نشاط المساهم. ففي سنوات التسعينيات تجسد ذلك في ظهور معاهد الاستثمار و صناديق المعـاش والمنظمات الأخرى المسيرة لمنتجات الادخار الجماعي، والتي كانت كلها تهدف إلى إيجاد مكانة للمساهم لتحقيق استقراره، حيث مكنته من المطالبة بمردودية مقبولة في إطار ظروف السوق. وذلك لأن نسبة المردودية تمثل أداة للاتصال المالي مع ما يسمى حوكمة المؤسساتCorporate Gouvernance .

تطور مفهوم خلق القيمة ميّزته العودة القوية للمساهم في الدول الأوربية، ولقد أتضح ذلك عند مرورها إلى العملة الموحدة اليورو التي ساهمت في إبداء شفافية الاستثمارات بتشكيل محفظة مالية تتميز بالتنويع في إطار التوجهات الإستراتيجية للمنشأة ، مما أعطى إمكانية أكبر للمساهمين لممارسة الضغوط على المنشآت [Hedwige et Autre , n=°600, 1999] .

2.3.1. أهداف و نتائج هذا المفهوم: إن لخلق القيمة أهداف و نتائج كثيرة نذكر فيما يأتي أهم الأهداف ثم بعدها أهم النتائج:

أ. أهداف خلق القيمة: يرتكز مفهوم خلق القيمة على مدخل تعاقدي فقد تمّ توكيل المسيرين من طرف المساهمين بتسيير أموالهم بالاستثمار والاحتفاظ بجزء منها في المنشأة الاقتصادية. وقد لوحظ في العشرية الأخيرة انفصال بين المسيرين والمالكين، إذ الهدف الأساسي المنشود الذي تسعى الفرقة المسيرة للمنشأة إلى تحقيقه هو خلق قيمة للمساهم، أي تعظيم ثروة الملاّك في الأجل الطويل.

الهدف من سياسة خلق القيمة بالدرجة الأولى هو تعظيم قيمة الأسهم المشكلة لرأس مال منشأة مسعّره، أي تعظيم قيمة الصكوك التي يملكها المساهمون طالما أن إعادة بيعها بسعر أعلى من سعر الاقتناء. أضف إلى ذلك سياسة توزيع الأرباح المحققة تشكل عنصر إيجابي للمساهمين. وبإتباع أساليب التنبؤ تمكنت المنشآت اليوم من ربط مستوى الأرباح المستقرة في الأجل المتوسط لتنظر إلـى المدى البعيد، هذا ما ساعدها على رسم استراتيجيات البقاء لمواجهة ما يصادفها من مشكلات .

فتوليد أو تحقيق تدفقات نقدية كافية لضمان حد أدنى من التوزيعات على المساهمين يمثل في الواقع المستوى الأدنى للعائد المطلوب في السوق على الأموال الخاصة، و يسمح بتحقيق هدف منشأة اقتصادية تتبنى مسار خلق القيمة. لم تحقق تدفقات نقدية كافية فعليها إعادة تشكيل محفظة للتوظيفات في نشاطها والنظر بأفق أكبر كما لو قامت بالاستثمار في مشروع مربح .

فتطور مفهوم خلق القيمة جعل مفهوم تكلفة الأمـوال من المواضيع المهمة؛ حيث أن تخفيض تكلفة رأس المال لم تعد حبيسة الديون لوحدها بل وحتى الأموال الخاصة؛ إذ أن فوائـد الـديون تخصـم قبـل

فرض الضريبة فهي تحقق وفر ضريبي وعليه تكون تكلفتها أقل. فإذا علمنا أن معرفة المعدل المطلوب على الأموال الخاصة مرتبط بعوامل عدة تتغير مع نمو السوق فهي إذاً تحتاج إلى إستراتيجية واضحة لدى المنشأة الاقتصادية.

ب. **النتائج العامة لتطور مفهوم خلق القيمة:** نتج عن تطور مفهوم خلق القيمة نتيجتين أساسيتين هما:

ب1. **التركيز على المردودية:** لقد جعلت التطورات التي حدثت في نهاية الثمانينات المنشأة الاقتصادية تركز على العائد نظراً لارتفاع معدلات الفائدة الحقيقية في تلك الفترة، و نتج عن ذلك إعادة دفع لمرجعية المنشأة ونظرتها للعائد. حيث أن تكلفة الفرصة البديلة و/أو اقتناء الاستثمارات ازدادت والسبب هو التوزيع الجيّد للتوظيفات المالية المختلفة. بالموازاة شهدت نفس الفترة نمو لمقاييس العائد وتعددها بسبب ظهور منتجات مالية جديدة [COB,P.5]. أضف إلى ذلك الدور الذي لعبته صناديق المعاشات في الترجيح ويتجلى واضحاً بتركيزها عند التقييم على أسس العائد.

عادة ما ينتظر المساهمون عائد مناسب يأخذ بعين الاعتبار أسعار الفائدة والخطر الملازم للمنشأة...الخ، هذا ما جعل كبرى المنشآت العالمية تهتم بالعائد الذي يمنح للمساهم، وأما بالنسبة لصناديق المعاشات فانتشار مفهوم خلق القيمة جعلها تتبنى إجراءات التحكيم و إعادة التخصيص المتكررة في تركيبة محفظتها المالية حسب التقييم الوارد حول صكوك المنشآت المشكلة للمحفظة [Philippe,18-25/11/1998,P.42]. الشيء الذي ساهم في تمركز المنشآت حول العائد وأعادت تعريفها لتوجهاتها الإستراتيجية.

ب2. **تغيير نمط إدارة المنشأة:** إن تغير اتخاذ القرارات على مستوى المنشأة الاقتصادية و سبل إدارتها من خلال ما يسمى الآن الحوكمة المؤسساتية، أعطى لها شفافية في التسيير؛ ذلك أن الإدارة تدمج السلطة الثانية المتمثلة في المساهمين و باقي الشركاء كنتيجةً لتجسيد مفهوم خلق القيمة. وقد قام المسيرون في إطار الاتصال المالي الاستراتيجي بعرض النشرات المالية المختلفة... بالإضافة إلى تقرير لجنة المراقبة باعتبار أن هذه الأخيرة مستقلة عند إعدادها لتقريرها حول نشاط المنشأة. أضف إلى ذلك عنصر مهم يتعلق بسياسة التوزيعات على الشرائح المختلفة من الأجراء، فقد حقق المسيرون و إطارات المنشآت في سنوات التسعينات جزءا من التوزيعات مرتبط بإصاباتهم ويتجلى ذلك من خلال مؤشرات التقييم والعائد [Nicolas, Jean-Pierre,2001]. تكشف هذه الوضعية عن ارتباط مباشر بين خلق قيمة للمساهم مع عمل المسيرين[1] أي أن عمل هذا الأخير مرتبط بعوائد السهم.

2. أسس و مرجعية خلق القيمة: لا يعتبر مفهوم خلق القيمة حديثاً، فقد تناوله الفراد مرشال 1890 تحت اسم الربح الاقتصادي ويعرفه بأنه " رأس المال المستثمر مضروب في الفارق بين العائد على الاستثمار وتكلفة رأس المال "[Dubois ,2000,P.4]. كما يعرفه بأنه " الربح المتبقي المتاح للمساهمين بعد

---

[1]- أجر و مكافأة المسير مرتبطة بتحقيق عوائد للسهم للمساهمين.

حسم مكافـــأة رأس المال" [2] [Albouy,2000,P.367] . أما دونالدسون براون **Donaldson Brown** فقد تناول المفهوم في مقال كتبه سنة 1924 حول جينيرال موتورز بقوله " إن هدف التسيير ليس بالضرورة تحقيق مردودية عالية على رأس المال ، لكن أكثر من ذلك ضمان أن كل نـــمو في النشاط يحقق ربح على الأقل مســـاو لتكلفة رأس المال الإضافي المطلوب " [Hoarau, Teller,2001,P.7].

هكذا أصبح فيما بعد موضوع خلق القيمة المحور الأساسي في مناقشات المسيريـــن والمهتمين من دارسين ومحللين ماليين أمثال **Félix Bogliolo** [1]، **Marc l'ecuyer**، البروفيسور **Denis Dubois**،..وغيرهم. ذلك لأنه يخدم ويعالج المعضلات المتعلقة باتخاذ القرارات الحساسة مثل: الامتناع عن عملية الاستثمار، التوقف عن النشاط وانخفاض الفاعلية ... هذه المشكلات تعلن باسم خلق القيمة. وحقيقة الأمر أن فكرة خلق القيمة تعارض بشدة القرارات المتعلقة بالمسائل السابقة الذكر، على الرغم من أن المنشآت التي تحقق عائد مرتفع أو مجزي تتخذها كذريعة على حسن التسيير واستعراضاً لقدراتها على مختلف الشركاء، كالعمال، الزبائن والمساهمين ...الخ تعبيراً منها على قدرة لا نهائية، ومن هنا تبدأ فكرة خلق القيمة .

يقـــول **Marc l'ecuyer** وهو محلل مالي مهتم بشؤون البورصة بأنه قام بطـــرح ســـؤال علـــى مجموعة من الشباب: هل كل منشأة تحقق أرباح هي منشأة مربحة ؟. فأجاب أغلبهم بنعم، ثم أعاد طـــرح السؤال ثانيةً وبصيغة أخرى، هل كل المنشآت التي تحقق أرباح تخلق قيمة ؟.

وللإجابة على هذه الإشكالية كان من الضروري استخدام مداخل التقيـــيم[l'ecuyer ,2003, P.1] ومنهـــا مدخل **EVA** و **MVA** الذي قدمه مكتب الاستشارات ***Stern, Stewart & Co.***، و أيضا نسبة **Q** لــ**Tobin** و مؤشر العائد الإجمالي على السهم **TSR** (**T**otale **S**hareholder **R**eturn) و مؤشـــر العائـــد الإجمـــالي الدفتري(**T**otale **B**ook **R**eturn) **TBR**[1].

و جميع هذه المداخل تتبنى خلق القيمة وترتكز على عنصرين هما:

- المردودية (أو النتيجة الاقتصادية).
- تكلفة الأموال: التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال " **WACC** : **W**eighted **A**verage **C**ost of **C**apital ".

و من هنا فإنه لا يمكن الحكم على نشاط المنشأة الاقتصادية، كما لا يمكن القول بأنها تمكنت من خلق قيمة أم لا إلا بالعودة على الفرق بين المردودية وتكلفة الأموال وهذا ما ذهب إليه **Marc l'ecuyer**.

فمن وجهة نظر المساهمين المنشآت القادرة على توليد قيمة إضافية في السوق والتي توزع لمساهميها هي التي تكرس فعلاً مبدأ المشاركة في القيادة وأيضا تأخذ بشكل و نمط الإدارة الحديث. وهذه

---

[2]- « What remains of his (the owner or manager's) profit after deducting interest on his capital at the current rate may by called his earning of undertaking or management»

[1]- أنظر : www.evafine.com.

[1] - يطلق عليه أيضا العائد التجاري الإجمالي TBR: (Totale Business Return).

الأخيرة جاءت نتيجة تنامي دور المساهم، لذا فإعطاؤه مكانة في الإدارة عزز من دوره في اتخاذ القرارات و الرقابة مع بقية الشركاء، كالعمال ...

وقد حوّلت المعطيات الجديدة توجه المنشأة من مجرد الجري وراء رفع المردودية أو تعظيم الربحية لإبراز قدراتها في السوق إلى البحث عن سبل جديدة تحقق لها خلق القيمة أو قيمة للسهم. ذلك أن تحقيق معدلات عوائد عالية يعد مؤشرا غير كاف للحكم على ما استطاعت المنشأة تقديمه لمالكيها، والعكس أي أنه إذا حققت المنشأة معدلات عوائد منخفضة فهذا لا يكفي للحكم على نشاطها والدليل على ذلك أنه يمكن أن نجد منشأتين في السوق الطلب على أسهم إحداهما (الأولى) أعلى من الأخرى (الثانية) بالرغم من تحقيق هـــذه الأخيرة عائد أكبر، و ذلك مرده - على الأرجح - أن المستثمر لا ينظر إلى العائد وحدها بل يأخذ بعين الاعتبار عنصري التكلفة والخطر ...

و يمكن حصر أهم أسس خلق القيمة إجمالاً في ثلاثة عناصر هي المنشأة و هدف تعظيم ثروة الملاك، خلق القيمة و رأس المال، بالإضافة إلى مستوى العائد.

1.2. المنشأة و هدف تعظيم ثروة المالكين: النموذج الذي يعتقد أنه يخلق قيمة هو عبارة عن حصيلة لمدخل تعاقدي بين المسيرين والمالكين، والذي يهتم بثروة المنشأة الاقتصادية، حيث يسهل على المساهمين اختيار المسيرين أو الوفد القائم على تسيير الأموال ، كما يسهل عملية إعداد التقارير حول الأجراء وكذا المقاولين من الباطن (Sous-traitance) مع المنشأة وأيضا المتعاقدين الآخرين وأصحاب المصالح أو الشركاء. كما أن هذا النموذج يسمح بمقارنة هذه التقارير مع نشاط الغير بهدف خلق قيـــمة للمساهم [COB, n=°346,2000 ,P.45]. وعلى العموم فالنماذج التي تعتمد على مبدأ القيمة لا تختلف عن نظريات الاقتصاد الجزئي النمطية Micro-économique Standard التي تعمّم تطبيقيا.

2 . 2. خلق القيمة ورأس المال: تكلفة رأس المال في ظل توجه خلق القيمة ليست هي تكلفة الديون فقط، لأن الأموال الخاصة ليست مورد عديم التكلفة. باعتبار السهم أصل ذو خطر وحامله يطلب معدل عائد مرتفع، فإن لم تسدد علاوة وحقوق أصحاب رأس المال بشكل مناسب وملائم، فإن سلوكهم في السوق يتضح من خلال توجههم إلى قطاع آخر (بديل) قادر على تقديم عوائد أعلى.

لهذه الأسباب مجتمعةً فإن تكلفة الأموال لا تتحدد من قبل إدارة المنشأة التي تتولى عملية دفع الأرباح، فهذه النظرة تقليدية ونلمسها في نماذج تقييم الأسهم، حيث أنها ترتكز على القيمة الحالية للأرباح. غير أن هناك تكلفة الفرصة البديلة (كمحدد) للتوظيف في نفس مستوى الخطر المرتبط بالمنشأة و كذلك ظروف السوق، وأيضاً عند نفس مستوى المردودية الكلية للصكوك المتمثلة في الأرباح وفائض القيمة الرأسمالية في رأس المال القطاعي أو في السوق. بمعنى آخر تكلفة الفرصة البديلة تعتبر كمحدد لعوائد و معدلات مردودية أصول المنشأة للمالكين في السوق وليس العكس.

3.2. مستوى العائد: المنشـــأة التي لا تعمل عند مستوى عائد إمـّـا أعلى من تكلفة الموارد المستخدمة (الديون + الأموال الخاصة) أو على الأقل مساو لها، فلا جدوى من البحث عن الاستثمار والتنويع[1] وعليها أن تستخدم التدفق النقدي المتاح الذي يسترجعه المساهم(Free Cash –Flow Disponible) في شكل أرباح استثنائية أو بشرائها للأسهم .

تمكن هذه العناصر المتعاملين من خارج المنشأة من معرفة حالة المنشأة من خلال تقييم تكلفة الفرصة البديلة للاستثمارات. أمّا داخلياً فهي تمكن المنشأة من تحديد وتقييم الوضع الحـــالي و المستقبلي، من خلال اعتماد معطيات متوقعة ومراعاةً لتطور السوق ككـــل وبالتالي بناء إستراتيجية تحقق بـــها أهداف جميع الأطراف والشركاء من خارج المنشأة.

ثانياً: مقاييس التقييم و خلق القيمة

في ظل العدد الهائل من أدوات التحليل والتقييم المستخدمة في السوق، أو ما يطلق عليه الـــبعض ثورة مقاييس التقييم، تبقى مشكلة التقييم المثالي الذي يراعي جميع الأحوال والعوامل أمراً ومراداً صـــعب التحقيق، وذلك لوجود نقائص تتعلق بالمقياس ذاته أو بعوامل خارجية مؤثرة على عمليـــة التقيـــيم . هـــذا بالإضافة إلى أنها ممكن أيضا أن تتعلق بممارسات غير سليمة في السوق والتي من شأنها أن تشوّه فعالية التقييم.

سنحاول التذكير بتطور مفهوم قيمة الملكية لحملة الأسهم قبل عرض أهم المقاييس والمؤشرات، لأن أغلبية المنشآت تعتمد قيمة ثروة الملاك كأفضل مقياس للأداء وفاعـــلية الإستراتيجية المتبعة. وذلك يعني الاهتمام بالمقاييس الاقتصادية التي بنيت على مبدأ القيمة وترك المقاييس المحاسبية المختلفة مثل:
ROE(العائد على حقوق الملكية)، **ROI** (العائد على الاستثمار)، و**EPS** (حصة السهم من الأرباح؛ **E**earning **P**er **S**hare) ، ...

و من بين التعاريف التي تناولت قيمة الملكية هناك تعريف شائع الاستخدام و الذي يرى فـــي قيمـــة ثروة حملة الأسهم بأنها « حصيلة مجمـــوع الأرباح الموزعة مضافـــا إليها الزيادة في قيمة الأســـــهم » [توماس ، دافيد، 1990، ص.378]. ومن هذا التعريف نجد الإشارة واضحة لارتباط الأسهم كقيمـــة بالـــدخل النقدي المخصوم، أي العائد المتوقع لحامل الأسهم كتوزيع من الربـــح و بالتالي قيمة السهم، وإشارة لدور القيمة الاقتصادية بما أننا نتكلم عن الدخل النقـــدي المخصوم**DCF** (Discount Cash – Flow) و دوره في تحديد إستراتيجية المنشأة والإدارة.

سنحاول فيما يأتي عرض أهم المقاييس مركزين على نقاط ضعفها، ثم بيان المقاييس الرائدة اليـــوم التي تعتمد على مفهوم القيمة الاقتصاديـــة. ولذلك تمّ تقسيم هذه المقاييس إلى تقليدية وأخرى حديثـــة مـــع

[1] - التنويع: الهدف الأساسي منه هو تجزئة الخطر.

عرض موجز لتطورها التاريخي في البداية ثم محاولة التفصيلفي عدد معين منهـــا بقســـميها التقليديـــ ة والحديثة.

1. مقاييس التقييم وتطورها التاريخي: تتميز مؤشرات تقييم الأداء بالحركية والتجدد وعملياً فإن كل فترة لها معاييرها الخاصة في تقييم الأداء. سيتم تقسيم هذه الفترات حسب مدى تبلور فكرة خلق القيمة وعدم تبلورها كمدخل تطبيقي تستخدمه المنشآت في ميدان العمل إلى مرحلتين أساسيتين كما يلي:

1.1. مرحلة ما قبل سنة 1990: و هي بدورها تنقسم إلى ثلاث فترات:

1.1.1. إلى غاية 1970: اهتمت معايير الأداء في هذه الفترة بحجم المنشأة معبرا عنها بـــ :

- قيمة الأصول .
- رقم الأعمال .

2.1.1. 1970 إلى 1980: اعتمدت معايير الأداء أساساً في هذه الفترة على العوائد المحاسبية وتقاس بـــ:

- الأرباح الصافية **B**énéfice **N**et .
- الأرباح الصافية للسهم **B**énéfice **N**et **P**ar **A**ction .
- ربحية السهم إلى سعره **PER : P**rice **E**arning **R**atio.

3.1.1. من 1980 إلى 1990 : المعيار المفتاحي للتقييم كان« قيمة السيولة المولدّة » والتي تقاس بالمؤشرات المختلفة التي تعتمد على التدفقات النقدية **C**ash - **Flow** مثل معيار:

- التدفقات النقدية المخصومة (**DCF**: **D**iscount **C**ash **F**low) .
- صافي القيمة الحالية (**NPV**: **N**et **P**resent **V**alue).

2.1. مرحلة ما بعد سنة 1990: وفيها تبلورت فكرة خلق القيمة على فترتين:

1.2.1.من 1990 إلى 2000: برز مفهوم خلق القيمة عملياًّ قد أهتم كل من المســـتثمرون والمنشـــآت بـــ:

- العائد على الأموال المستثمرة.
- القيمة الاقتصادية المضافة **EVA** والقيمة السوقية المضافة**MVA**.
- العائد الإجمالي على القيمة الدفتريـــة(**TBR:T**otal **B**ook **R**eturn)والعائـــد الإجمـــالي للســـهم (**TSR:T**otal shareholder **R**eturn).
- **نسبة Q** (TOBIN).

2.2.1. من 2000 إلى اليوم: خلق القيمة في إطار التنمية المستدامة، وفيه تبحث المنشآت على تعريـــف للرافعة«Leviers» التي تسمح بخلق القيمة وتجعل مجموعة الأفراد والشركاء في الخدمة.

2 . أهم المقاييس التقليدية والحديثة

1.2. المقاييس التقليدية: تمثل جميع المداخل الستاتيكية التي تقيس المنشأة في لحظة معينة[1] ولا تأخذ بالتغيرات بعد ذلك، أي أنها غير ديناميكية، فمثلا: **ROE** (العائد على حقوق الملكية) غير ملائم للتقييم إذا حدثت تغيرات على مستوى سعر الفائدة أو طرأت تعديلات في الهيكل المالي للمنشأة، هذا على مستوى المدى القصير، أما على مستوى المدى الطويل فنجد مؤشر القيمة الحالية للتدفقات النقدية، والذي يأخذ بالقيمة في سنواتها ويعتبر مهم لدراسة قدرات الاستثمار المعني للمنشأة المحددة. ولكن بصورة عامة يمكن التفرقة بين نوعين من المؤشرات وذلك بحسب مدى الاستخدام، حيث يمكن أن نلاحظ أن هناك مؤشرات للمدى القصير وأخرى للمدى البعيد.

1.1.2. مؤشرات المدى القصير: نذكر منها:

أ. **نسبة القيمة السوقية إلى العائد** (**P**rice / **E**arning **R**atio) ومضاعف العائد(**E**arning **M**ultiple) وهي من المعايير الأساسية لتقييم الأسهم والسوق معاً، لأن المضاعف المتوسط لجميع الأسهم في السوق يبيّن مدى تناسب أسعار الأسهم مع عوائدها عند المقارنة في الأسواق العالمية[المساهم، العدد الرابع، أيار1997، ص.11].

و تعطى نسبة القيمة السوقية إلى العائد بالعلاقة الآتية:

PER = قيمة سعر السهم العادي في السوق ÷ العائد الصافي للسهم الواحد (B.N.P.A)

PER = Prix de l'action / B.N.P.A [1] [DARMON, 1998, P.54]

وتعطى أيضا بالعلاقة الاتية:

PER = (القيمة السوقية للاسهم العادية المكتتب بها ÷ صافي الارباح بعد الضريبة)

تكون العوائد السنوية في جميع الحالات تحت الدفع، و كتحليل لمؤشر نسبة القيمة السوقية للسهم إلى العائد **PER**[2] فإن تطوره يبين هدم أو خلق قيمة للسهم، مع أنها غير صالحة إلا للمنشآت من نفس القطاع، فمعرفة سعر السهم في السوق المالي يعتبر معطى غير كافي، ذلك لأنه يمكن أن نجد سهماً في السوق سعره مرتفع ومع ذلك الطلب عليه أكبر من سهم آخر أقل سعرا. وعليه يجب تحديد العلاقة بين سعر السهم وربحيته، أي تحويل الأسهم إلى وحدات عامة و مشتركة[الحسيني، الدوري،2000،ص.38]. والهدف من تحويل الأسهم إلى وحدات عامة هو تسهيل المقارنة بين أسهم المنشآت، أي تحديد تكلفة شراء كل دينار من أرباح المنشأة المعنية.

ب. **عائد السهم الواحد(دينار) (EPS**: **E**arning **P**er **S**hare) و يطلق عليه أيضا نسبة العائد الصافي لكل سهم وتعطى علاقته كما يلي[Arrégle et Autre , 2000, P.19]:

EPS (دينار)= العوائد المحققة من المنشأة ÷ عدد الأسهم العادية المشكلة لرأس المال.

---

[1] - تاريخ محدد.

[1]- **BNPA** : **B**énéfice **N**et **P**ar **A**ction.

[2]- **PER =P/ E**.

أو: عائد السهم الواحد(دينار)= صافي الأرباح بعد الضريبة ÷ عدد الأسهم العادية المكتتب بها

ولعائد السهم الواحد أهمية في :

- **التمـــويل**: رفع رأس المال الخاص بالمنشأة الاقتصادية.
- **أداة دفـــع**: إمّا بتبادل القيم (**OPE: O**ffres **P**ubliques d'**E**changes)، أو لتحقيق الزيادة بالتقســـيم على عدد الأسهم المكونة لرأس المال.

وتمكن هذه النسبة المساهمين من معرفة ما إذا كانت المنشأة قادرة على توليد دخل إضـــافي أم لا.

و مع ذلك لا تعتبر نسبة عائـــد السهم الواحد(**EPS**) ذات أهمية قصوى في قياس العوائد بدقة كبيرة.

و لهذين المؤشرين (**EPS** و **PER**) **مساوئ** تتمثل في أنهما:

- لا يهتمان بتكلفة أموال الاستثمار[1].
- لا يمكن اعتمادهما كأداتين إستراتيجيتين لأنهما لا يصلحان إلاّ في المدى القصير.

ج. مردودية الأموال أو العائد على حقوق الملكية (ROE)

وهي نسبة تقيس عائد الأموال الخاصة المستخدمة وتربـــط بين النتيجـــة الصـــافية للاســـتغلال ومبلغ الأموال الخاصة أي.[Coussergues,2002,P.109] : **ROE= النتيجة الصافية ÷ الأموال الخاصة**

ويمكن تفصيل هذه العلاقة كما يأتي:

ROE = (النتيجة الصافية ÷ الموجودات) x (الموجودات ÷ حقوق الملكية)

ROE = العائد على الأصول (ROA[2]) x معامل الرفع المالي

وتعطي نسبة العائد على حقوق الملكية للمستثمرين ولمسيري المنشأة والبنك علـــى الخصـــوص معلومات حول قدرة المنشأة على تحقيق أرباح للمساهمين، هذه النسبة تجمـــع بـــين نســـبة العائـــد علـــى الموجودات ونسبة الرفع المالي؛ فالأولى تسمح بقياس كفاءة المنشأة والثانية تبين حجم أموال الغير كنســـبة إلى الأموال الخاصة . للاشارة فعائد الموجودات في البنـــك أقـــل بكثيـــر مـــن مثيلـــه فـــي المنشـــآت الاقتصاديـــة الأخرى، لذلك فالبنك مرغم على استخدام الرفع المالي لتحقيق عائد معقول. ونســـبة العائـــد على حقوق الملكية تسمح بـــ:

- قياس مردودية الأموال الخاصة للمستثمرين والمساهمين .
- مقارنة العائد المنتظر مع الأخطار الممكنة .

العائد على الإستثمار(ROI): حتى تحقق المنشأة إشباعاً لمساهميها وسعيا منها لضمان بقائها يجب عليهـــا تحقيق مردودية تتلاءم ومطالب المساهمين. فما يهم المستثمـــر في أسهم أي شركة هـــو مقـــدار زيـــادة الثـــروة التي يحصل عليها مقابل استثماره في الأسهم و تأتي هذه الثروة من عائد الاستثمار الذي يتكـــون من الأرباح التي توزعها الشركة و من التغيّر في سعر السهم في السوق[المساهم، العدد الرابـــع، أيـــار1997،

---

[1]- أموال الاستثمار = أموال خاصة + ديون.

[2] - **ROA** : **R**eturn **O**n **A**ssets.

ص.59]. و من ثم على مسيري الأموال قبل اتخاذ القرارات المتعلقة بالاستثمار تحديد ما إذا كانت هذه الأخيرة ترفع في قيمة المنشأة و بالتالي ثروة المساهمين أم لا؛ والاستثمار لا يقبل إلا إذا كان يتوقع قدرته على خلق قيمة تساوي قيمته على الأقل قيمته المبدئية. و يمثل العائد على الاستثمار(ROI) القيمة الحالية للتدفقات النقدية خلال فترة الاستثمارو لحساب القيمة المحققة من الاستثمار نضيف لتدفقا ت الدّخل المحصل عليها في النشاط الجاري لتدفقات الدّخل المتوقع الحصول عليها في السنوات اللاحقة بمعدل القيمة الحالية ، و هذا المعدل تحدده المنشأة انطلاقا من معدل التوظيف في السوق المالي والخطر المتعلق بالمنشأة وأخطار السوق والمنافسة...الخ.

يقدم حساب معدل العائد على الاستثمار للمستثمر والمسيرين رؤية حول المشروع، فهو يبين لهم ما إذا كان هذا المشروع يقدم عوائد أعلى من تكلفة الموارد المستخدمة فيه أم لا. فإذا كانت القيمة الحالية للتدفقات النقدية سالبة تحتم على إدارة المنشأة أن تعمل على تخفيض رأس مالها، والعكس في حالة تحقيقها لمردودية أعلى من تكلفة الموارد، في هذه الحالة يمكنها تقديم مكافآت وتوزيعات للمساهمين. وقد تعمل على رفع رأس مالها ولو بعملية حجز لجزء من أرباحها إذا سمحت الخطط الإستراتيجية وإلاّ قامت باستقطاب الأموال من بدائل أخرى. و يمكن حساب العائد على الاستثمار حسب المعادلة التالية[خريوش، أرشيد، جودة، 1999، ص.40]: **ROI = صافي الأرباح بعد الضريبة ÷ مجموع الأموال المستثمرة**

2.1.2. مؤشرات المدى البعيد: ممثلة في مؤشر وحيد هو القيمة الحالية للتدفقات النقدية حيث:

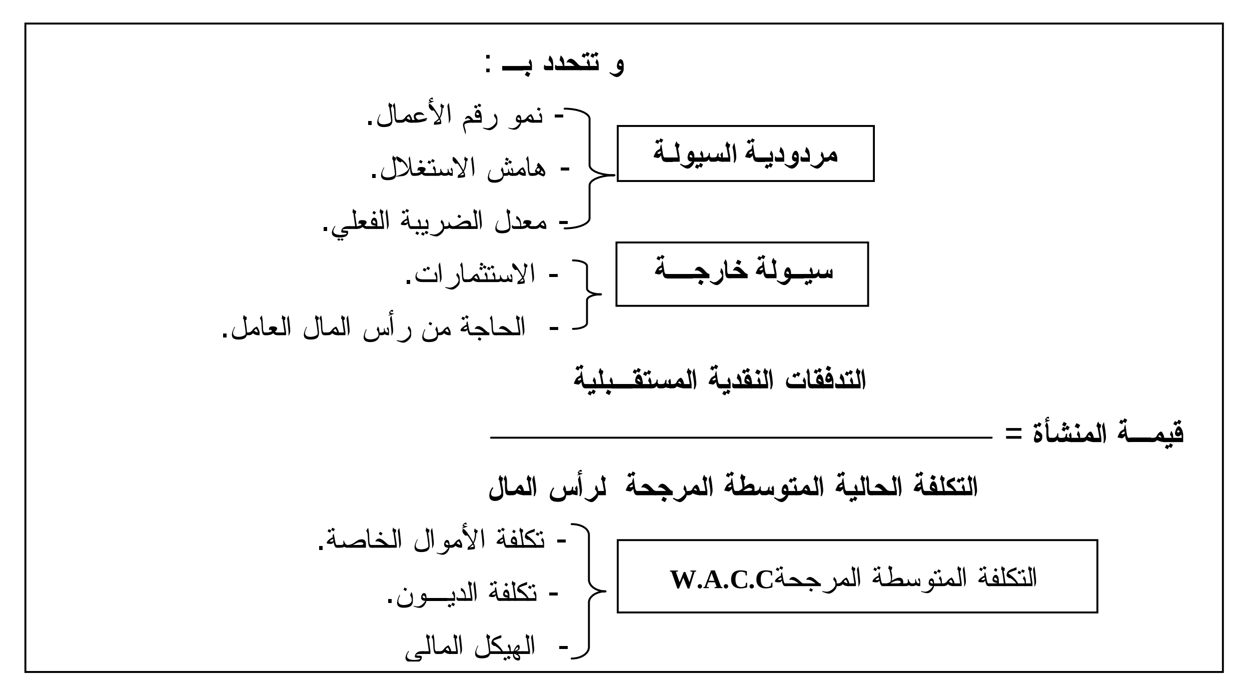
◊ **القيمة الحالية للتدفقات النقدية:** بعد إعادة تقييم التدفقات النقدية المستقبلية:

◊ - نقارن القيم الحالية بالتكلفة المتوسطة المرجحة لرأس الأموال .

- من مزاياها أنها تأخذ بعين الاعتبار كل من تكلفة الديون ومبلغ الأموال الخاصة.
- صالحة وتوافق أكثر الاستثمارات التي تولد عوائد في مدة أطول.

ويطلق على هذا المؤشر أيضا القيمة الحالية الصافية **NPV** (Net Present Value) والذي يهتم بالتدفقات النقدية كما يهتم بتكلفة رأس المال [Ryu, 2000-34,P.16]. فالاهتمام بالتكلفة ننظر إليه كعلاقة مع العوائد المحققة للمستثمر والمساهم بصفة خاصة، والشكل الموالي يوضح العلاقة بين التدفقات النقدية المتاحة وقيمة السهم.

الشكل (1): العلاقة بين التدفقات النقدية المتاحة وقيمة السهم



Source: [black, Wright, Bachman , 1999, P.56]

2.2**. المقاييس الحديثة:** من بين أشهر المؤشرات على المستوىالعالمي والتي تحتل على الأقـــل مكانـــة معتبرة لدى كبرى الشركات و المنشآت الإنتاجية وأيضا الخدمية، أي المتخصصة فـــي تقـــديم الخـــدمات، وكذا المالية نذكر:

1.2.2.مؤشر عائد التدفق النقدي على الاستثمار Cash- Flow Return On Investment: يرمز لـــه بـــ CFROI، و هو عبارة عن معدل العائد المحقق من استثمارات المنشأة. وعند مقارنته مع التكلفة المتوسطة المرجحة للرأسمال (WACC) نستطيع معرفة ما إذا هدمت أو خلقت قيمة. فالفارق بين عائد التدفق النقدي على الاستثمار والتكلفة مضروبا في مبلغ الاستثمار يعطينا إجمالي المردودية التـــي اســـتطاعت المنشـــأة تحقيقـــها. والهدف من هذا المؤشر هو تقييم المنشأة كـــكل عن طريق تطبيق التقنيـــات الماليـــة لاختيـــار المشروع أو الاستثمار الملائم وتمويله أيضاً. ولحساب هذا المؤشر يجب معرفة التدفقات النقدية التشـــغيلية بعد الضريبة(**O**perating: **OCF** **C**ash-Flow) والتي تحسب كما يلي[Hoarau, Teller, 2001, P.33]:

التدفقات النقدية التشغيلية= نتيجة الاستغلال بعد الضـــريبة + الاهتلاكـــات + مؤونـــات الاســـتغلال - الحاجة من رأس المال العامل للاستغلال

وبفضل هذه التقنية فإن مؤسسة " **V**eba **M**anagement **S**ystem " حققت نجاحاً باهراً منذ سنة 1993 اعتمادً على مؤشر عائد التدفق النقدي على الاستثمار CFROI الذي تستخدمه دوريـــاً [COB, n=°346,2000, P.80]. والذي يمكن حسابه بالمعادلة الآتية:

$$CFROI = \frac{\text{التدفقات النقدية للاستغلال بعد الضريبة (DCF: Discount Cash Flow)}}{\text{مجموع الأموال الاقتصادية الخاصة}}$$

وتعطى المردودية الاقتصادية بـــ :

$$\text{المردودية الاقتصادية} = \frac{WACC - CFROI}{\text{مجموع الأموال الاقتصادية الخاصة}}$$

فمؤشر CFROI هو المعدل الحالي الموافق للتدفقات النقدية التاريخية للاستغلال المحققـــة (خــلال مدة الاستثمار). و يعتبر هذا المؤشر من بين المؤشرات التي تعتمد على القيمة الاقتصادية ومـــن مزايـــاه أنه يمكن استخدامه لتتبع اتجاهات المنشأة في الأجل الطويـــل[الحناوي، العبد، 2002، ص.10]. ذلــك لأنـــه يمكننا من تحديد مرحلة النضج ومرحلة تباطؤ النمو وينعكس ذلك في قيمة المنشأة في السوق من خـــلال شهرة المحل سلباً أو إيجاباً.

وخلاصة القول فإن عائد التدفق النقدي على الاستثمار CFROI يعتبركـــأداة لتحديد أسعار الأســـهم في المستقبل والتنبؤ، وغالباً ما يستعمل لتحديد قيـــمة المنشأة في استراتيجيات الهيمنة (أي إدارة منشـــــأة و توجيهها بما يخدم مصالح المهيمن...) من قبل منشأة أخرى تسعى لذلك.

2.2.2. **مؤشر القيمة النقدية المضافة (CVA: Cash Value Added)**: ويطلق على مؤشر القيمة النقديـــة المضافة التدفـــق النقدي المتبقي، وهعبارة عن التدفق النقدي الصافي بعد طـــرح تكلفـــة رأس المـــال . ولأجل ذلك سنقوم بحساب التدفقات النقدية المعدّله (Adjusted)، وحتى نجعل التدفق النقـــدي أكثـــر دقـــة ، فإنه يمكن إجراء المزيد من التعديلات منها؛ تعديلات تتعلق بنفقات البحث و التطوير **R&D**، فإذا حصـــلنا على قيمة موجبة معنى ذلك أنه تمّ خلق قيمة إضافية للملاك[الحناوي، العبد، 2002، ص.513].

3.2.2.نموذج شهرة المحل: شهرة المحل هي تعبير عن قيمة معنوية إضافية أعطيت للمنشأة ونلمسها عمليا كما يلي[COB,n=°346,2000, P.50] :

القيمة السوقية للأسهم = قيمة الثروة (الأصول الصافية للمنشأة) + شهرة المحل.

بمعنى آخر حتى نتمكن من تقدير شهرة المحل كقيمة إضافية نحسم من القيمة السوقية مقدار قيمة الأصول الصافية، أي:

شهرة المحل = القيمة السوقية للمنشأة – قيمة الأصول الصافية (قيمة ثروة المنشأة)

حيث يسمح الفرق بين قيمة المنشأة في السوق وقيمة أصولها الصافية بمعرفة ما إذا كان للمنشأة قيمة إضافية عند تقييمها أم لا وهناك حالتين[Cohen, 2000, P.143]:

- قيمة المردودية أكبر من قيمة الأصول، معناه المنشأة حققت قيمة إضافية (Valoriser).
- قيمة المردودية أصغر من قيمة الأصول، معناه المنشأة هدمت قيمة (Dévaloriser).

وعلى أية حال فإن مجمل التغييرات التي تطرأ على المنشأة تنعكس في السوق المالي كقيمة معنوية؛ فإما إيجابية ويطلق عليها Goodwill[1] أو سلبية و يطلق عليها Badwill، وهاتان الحالتان هما نتاج تضافرعوامل عدة منها:

- نوعية التسيير.
- علاقة المنشأة بالبيئة الاقتصادية.
- شكل و تنظيم المنشأة الاقتصادية... الخ [Cohen, 2000,P.142].

4.2.2. نسبة Q لجيمس طوبان: من بين المؤشرات التي تهتم مباشرة بالقيمة السوقية و تقارنها مع القيمة المحاسبية لإبراز خلق القيمة التي تكون في السوق، أو التي تتحقق في السوق باستعمال نسبة **Q** لجيمس طوبان **James Tobin**، وتعطى بالعلاقة الآتية:

$$Q = \frac{\text{القيمة السوقية للمنشأة}}{\text{قيمة استبدال الأصول}} = \frac{\textit{Valeur de marché de l'entreprise}}{\textit{Valeur de remplacement de ses actifs}}$$

إذا كان **Q > 1** معناه المنشأة استطاعت خلق قيمة لأن القيمة الحالية للمداخيل التي يتوقع الحصول عليها مستقبلا أعلى من القيمة المحاسبية التي اعتمدت من خلال العقود التي تتم في السوق [COB, n=°346, 2000, P.49].

وهناك نسب أخرى هي القيمة السوقية للسهم إلى القيمة الدفترية **M**arket **V**alue To **B**ook Value وتعطي بالعلاقة الآتية:

$$\text{القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية } (\textbf{Market To Book Ratio}) = \frac{\text{القيمة السوقية للأسهم المكتتب بها}}{\text{الأموال الخاصة}}$$

والقيمة الدفترية للسهم الواحد عبارة عن حق الملكية العادية مقسوم على عدد الأسهم العادية، فلو نسبنا سعر سهم عادي في السوق إلى قيمته الدفترية حصلنا على مؤشر يوضح ما يصنعه السوق من قيمة قياساً بما هو مسجل في دفاتر الشركة[الحسيني، الدوري،2000، ص.139].

5.2.2.العائد الإجمالي على القيمة الدفترية TBR والعائد الإجمالي للسهم TSR

TBR(**T**otal **B**ook *(**Bus**iness)* **R**eturn) و **TSR**(**T**otal **S**hareholder **R**eturn) هما مؤشران يستخدمان معاً، حيث الأول يستخدم للتقييم الداخلي الذاتي(Intrinsèque) والثاني لتحديد تقييم خلق القيمة من وجهة خارجية. و مقارنة العائد على القيمة الدفترية(**TBR**) مع التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال يعطينا فارقاً يحدد ما إذ استطاعت المنشأة خلق قيمة أم لا.

---

[1]- كلاً من شهرة المحل والقيمة الاضافية Sur Valeur ورأس المال التجاري **F**onds de **C**ommerce، مصطلحات لمعنى واحد هو الشهرة.

والعائد الإجمالي للسهم **TSR** يقيس و يوضح ما تستطيع المنشأة المسعّرة في البورصة تحقيقه لمساهميها في فترة معطاة [Hoarau, Teller, 2001, P.32]. وبالتالي فإن القيمة في السوق تتمثل في سعر شراء السهم زائد المتوقع من التوزيعات الخاصة أو الأرباح (Dividendes) والقيمة المضافة خارج المبيعات. يسمح **TSR** كمعدل عائد داخلي(**T**aux de **R**endement **I**nterne :**TRI**) بمعرفة معدل المردودية السنوي للاستثمارات في فترة معينة ومن سلبياته أنه:

- لا يهتم بتقسيم الوقت أو بتجزئته.
- هذه الطريقة ترتكز على توفر معلومات دقيقة في السوق، والسوق دائما محفوف بالمخاطر سواء العامة أو الخاصة بالأصل المعني.

6.2.2. نموذج القيمة الاقتصادية المضافة و القيمة السوقية المضافة(EVA وMVA)

من بين أهم المداخل الحديثة التي أثارت اهتمامات المسيرين وأصحاب الاختصاص – على العموم- وأعطت صبغة شاملة لمفهوم خلق القيمة في جانبه الفلسفي والعملي أيضاً، مدخلي EVAوMVA فعلى الرغم من وجود عدد هائل من مؤشرات التقييم المقترحة و التي تتميز بكثرة النقائص ومحدودية في التطبيق و فوق هذا وذاك فإن أغلبها ليست ديناميكية، فجميع المداخل أو المؤشرات المقترحة من قبل مكاتب الاستشارات المتخصصة تتفق على تبني مفهومي:

- النتيجة الاقتصادية.
- تكلفة الأموال.

إلاّ أن الاختلافات فيما بين هذه المداخل تقتصر في أغلب الأحيان على طريقة المعالجة ومدى ترابطها:

- البنية المالية و بيئة المنشأة الاقتصادية.
- السوق بشكل عام (نشيط، منافسة، أخطار، القوانين التي تحكمه، ...).
- الطرق المحاسبية(التي تتغير مع تغير نشاط المنشأة).

ومن الجدير بالذكر بشكل عام التذكير بمفهوم القيمة، والتي تعطى بالعلاقة آلاتية[Cohen, 2000, P.399]:

القيمة = النتيجة الاقتصادية – تكلفة الأموال

وفي حديثنا حول تكلفة الأموال، فالمقصود بها تكلفة جميع ما لدى المنشأة من موارد، أي تكلفة الأموال الخاصة و تكلفة الديون أو أموال الغير. مع الأخذ بعين الاعتبار ارتباط الديون بمعدل الاقتناء في السوق و هو سعر الفائدة، أما الأموال الخاصة فإنها تأخذ مرجعياً بمعدل التوزيعات العادية عليها[1]. والهدف النهائي من ذلك هو زيادة قيمة السهم ومن ثم تقديم قيمة إضافية للمساهمين. بمعنى آخر زيادة النتيجة الاقتصادية على التكلفة الكلية وبالتالي خلق قيمة للملاك، والقيمة الاقتصادية المضافة تمثل الفرق بين نتيجة الاستغلال وتكلفة الأموال وتعطى بالعلاقة الآتية[COB, n=° 346,2000, P.51]:

[1] - تفصيل أكثر في المبحث الثالث.

EVA = + النتيجة الاستغلالية بعد الضريبة (RE)- أموال الاستثمار x التكلفة المتوسطة المرجحة للأموال (C E . WACC)

EVA = القيمة الاقتصادية المضافة أو التدفقات النقدية (في شكل سيولة) بعد جميع التحويلات الممكنة والحسومات.

CE= (**C**apitaux **E**ngagés) تمثل رأس المال المعبء والذي يتكون من: أموال خاصة + أقساط الإصدار كقيمة خامة متراكمة+ مؤونات وشبه أموال خاصة *Quasi-F.P* + ديون مالية صافية من سلفيات الخزينة.

RE =(**R**ésultat d'**E**xploitation) نتيجة الاستغلال وهي نفسها النتيجة الاقتصادية.

WACC = التكلفة المتوسطة المرجحة للأموال.

وانطلاقا من تحديدنا للتدفقات النقدية للقيمة الاقتصادية المضافة **EVA** يمكن تحديد القيمة السوقية المضافة **MVA** (**M**arket **V**alue **A**dded) آخذين بعين الاعتبار عنصر التكلفة[1]، حيث:

MVA =القيمة السوقية(**M**arket **V**alue) – مجموع الأموال (**T**otal **C**apital)

أو

$$MVA= \sum_{t=1}^{n} \frac{EVA}{(1 + WACC)^{t}}$$

و MVA = القيمة الحالية لمجموع قيم EVA المستقبلية[Mäkeläinen,9/2/1998].

نطرح في هذا المقام أربعة أسئلة مهمة:

- o ما هو الرصيد الاقتصادي الدائم الملائم مقارنةً بتكلفة الأموال ؟.
- o كيف تتم عملية حساب تكلفة رأس المال ؟ و ما هو حجم رأس المال المثالي ؟.
- o ما هي الشروط التي تسمح بخلق القيمة ؟.
- o ما العلاقة الموجودة بين EVA و MVA لتقدير قيمة السهم ؟.

وللإجابة على جل الأسئلة المطروحة سنحاول في كل مرة تبسيط وشرح هذه المفاهيم قدر الإمكان - عندما تستدعي الضرورة – ثم نقدم تكلفة الموارد أو أموال الاستثمار بالنسبة للمنشأة.

و قد أوردنا قبل قليل في صيغة EVA مفهومين أحدهما يمثل التكلفة؛ التي تشترك فيها بعض النماذج – كما ورد ذكره في محطات عديدة – سنحاول الآن بيان التكلفة في السوق على اعتبار أن للمساهم دوراً فاعلاً في إستراتيجية المنشأة و في تحديد التكلفة الإضافية للأموال.

---

[1] - في كل مرة تذكر التكلفة ؛ تكلفة الأموال أو تكلفة أموال الاستثمار فالمعنى واحد نقصد به التكلفة المتوسطة المرجحة للأموال، و ذلك تفادياً للالتباس بما أن التكلفة المتوسطة لا يأخذ بها في الأدبيات الحديثة، على الأقل بالنسبة لأدوات التقييم التي تتبنى مدخل خلق القيمة.

المبحث الثالث: خلق القيمة ومحددات تكلفة الأموال

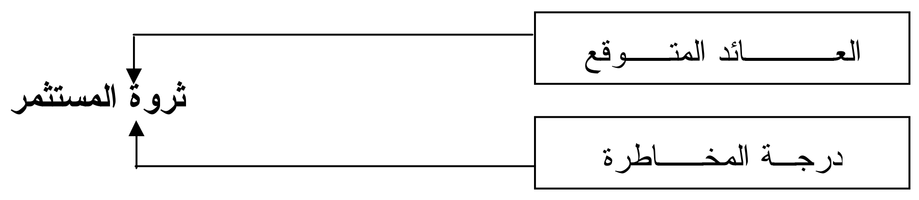
يعتبر تطور الإدارة المالية خلال العقود الماضية خطوة فعالة ومهمة على الصعيدين الاستراتيجي والسوقي، فقد كان الباحثون والدارسون يبحثون عن آلية يتفقون عليها إزاء تحديد القيمة، و بالأحرى قيمة السهم. ولهذا الغرض أقيمت عدة دراسات كمحاولة لتحديد الهدف النهائي للمنشأة باستخدام عدد هائل من المقاييس، و قد توصلوا في النهاية إلى:

- هدف المنشأة النهائي هو خلق القيمة.
- تحديد التكلفة المتوسطة المرجحة يسهل على المنشأة رسم إستراتيجيتها تماشياً وتطور السوق.

لكن كيف يمكن تحديد تكلفة الأموال بدقّــة؟ وكيف تتمكن إدارة المنشأة من ضبطها ؟.

لنعد إلى بداية الاهتمام بالتكلفة، فلعل التطورات التي حدثت في الثمانينات واهتمام المنشأة بالعائد وبروز المساهم كقطب فاعل بعد ذلك وارتفاع أسعار الفائدة أحدث اهتزازات في أسواق الأوراق المالية والقروض أيضا، وجعل من إدارة المنشأة الواحدة تعيد النظر في عدد من الأمور منها؛ التكلفة التي تتحملها فعلاً، و بالتالي تــمّ أولاً تكريس مفهوم تكلفة الموارد الكلية لدى المنشأة والتي يقصد بها محاسبياً تكلفة الديون المالية[1] والتي تدون في السجلات المحاسبيه، والتي بدورها يمكن لأي متعامل اقتصادي الرجوع إليها، بما أن المنشأة مطالبة بالإفصاح المالي من خلال النشرات المالية المختلفة، وتقرير لجنة المراقبة حول نشاط هذه المنشأة .

أمّــا العنصر الثاني المشكل للتكلفة فيتمثل في تكلفة الفرصة البديلة،وتكلفــة اقتنــاء الأمــــوال الخاصــــة. و بالرغم من عدم تقييدها محبلياً إلا أنها ذات أهمية بالغـــــة؛ ذلــك أن إدراجهــا أو عـــدم إدراجها يعطينا حالتين مختلفتين بالنسبة للمستثمر والمتعامل الخارجي. حيث أن الأخذ بها ينم عن شــفافية وعدم تشويه للتكلفة أي معرفتها بشكل دقيق نسبياً، فالمنشأة لم تكن لتهتم بمفهوم التكلفة لولا تبنيها مــداخل القيمة. وهذه الأخيرة ترجع وتأخذ بالتكلفة الكلية لأموال الاستثمار انطلاقاً مما يمليه المستثمر في الســوق على محفظة الأوراق المالية[الشميري، البياتي، صيام، 1999، ص.268].



فالعائد المتوقع يقيس قدرة المنشأة على تحقيق عائد ملائم بالنظر إلى تطور السوق. أما المخاطر فمن الصعب تحديدها بدقة نظراً لعدة عوامل تتعلق بطبيعة ونوع الاستثمار، ناهيك عن المخاطر الأخرى النظامية وغير النظامية.

---

[1]- الديون المالية = هذا التحديد المقصود منه ليس إبعاد ديون الاستغلال ولكن للنظر بأفق استراتيجي، أنظر: طوبان Tobin وستيوارت Stewart وغيرهم.

لكن العائد و المخاطرة مفهومان علاقتهما طردية، حيث كلما حقق المستثمر عائـــد أعلـــى تحمـــل درجة مخاطرة أكبر، والعكس إذا كان المستثمر يرغب في الحصول على أوراق (صـــكوك) ماليـــة ذات عائد أقل أو مقبول، فيكون و الحالة هذه قد قلص من المخاطر المحتملة. حيث أن المستثمر فـــي الســـوق دائماً و أبداً يتخذ سلوكا بناء على توقعاته لنشاط المنشأة المستقبلي .

و من هنا فإن تحديد المخاطرة تعتبر إشكالية، بما أننا لا نستطيع تقديرها رقمياً بشكل دقيق في الواقع[الشمري ،البياتي، صيام، 1999، ص.316]، والفرق عند المفاضلة بين مختلف البدائل يمثل الخسائر التي تلحق بالمستثمر أو الأرباح التي يحققها.

فهدف المستثمر هو تحقيق عائد ملائم يأخذ بعين الاعتبار درجة المخاطرة، فقد ذكر ذلك ستيفن لمبي "**Stephen Lumby**" عند تطرقه للتكلفة المتوسطة المرجحة للأموال وسماه بالتكلفة البديلة بالنسبة للمستثمر– أو المساهم – والتي يجب على المنشأة إدماجها في رأس مالها طويل الأجـــل [Lumby, 1983, P.83].

وتكلفة أموال الاستثمار تعطى بالعلاقة الآتية [Dubois , 2002, P.2]:

$$WACC = Ke\,[CP/CE] + Ki\,[D/CE]$$

Ke= تمثل عوائد الأموال الخاصة، **Ki**= سعر الفائدة على الديون بعد الضريبة **CP**= الأموال الخاصة، **D**= الديون لمالية، **CE**= أموال الاستثمار المستخدمة، **WACC**= التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال.

وتطرح المشكلة على مستوى الشق الأول من المعادلة حيث نجد في الشق الثاني تكلفة الديون المالية[1] التي تتحدد انطلاقا من أسعار الفائدة السائدة، بينما الشق الأول من المعادلة يطرح إشكالية تقدير العوائد التي يطلبها المساهم والمستثمر عموماً. حيث أن عائد السهم– وبالتالي قيمة المنشأة - في السوق غير مستقرة لاعتبارات عدة تتجمع كلها حول الثنائية (**عائد، خطر**)، والتي يصعب التوفيق بينها.

بناءً على ما ذكرنا آنفاً، كيف يمكن للمنشأة الاقتصادية زيادة قيمة أسهمها؟ وبالأحرى كيف يمكنها ضبط مردودية الأموال الخاصة؟ إذا علمنا أن تخاذلها أو عدم تتبعها لمردودية أصولها له أثار سلبية عدة، والتي تعتبر كترجمة لسلوك المساهم في السوق، كيف ذلك؟ و ما سببه؟.

لأجل ذلك سنقوم بعملية تشريح للسوق على مستويين هما:

- نموذج تسعير الأصول المالية أو نموذج توازن الأوراق المالية **MEDAF**أو **CAPAM** ***(Modèle dévaluations Des Actifs Financiers ;Capital Asstes Pricing Model***)
- مقياس المخاطرة العامة في السوق (بيتا : **βi**) .

---

[1]- المقصود واضح فالديون المالية هي جميع الأموال التي تحصل عليها المنشأة من مصادر خارجية تكتسي طابع الدين **(Dettes)**، في حالتنا هذه لا نهتم إلاّ بالديون طويلة الأجل فقط؛ لأنها التي يأخذ بها لتحديد الإستراتيجية المستقبلية و من المعلوم أن مدخل EVA في شقه الأول هو النتيجة الاقتصادية، التي تأخذ بجميع التكاليف خلال السنة الاستغلالية و منها تكاليف ديون الاستغلال.

1 . نموذج تسعير الأصول الرأسمالية: قام كل من شاربSHARPE وليترLINTNER بتوزيع نطاق نظرية المحفظة المالية من خلال نموذج تسعيير الأصول الرأسمالية، والهدف من ذلك هو بيان" الكيفية التي يتم بها تحديد الأسعار على نحو يكفل تحقيق عائد أكبر على مخاطر أكبر"[عبد العال، (أفراد- بنوك)، 2003، ص.377]، حيث يفترض هذا النموذج أن الورقة المالية تسعّر وفق قانون العرض و الطلب الذي يوفر التوازن في السوق.

وبالنسبة لنا كدارسين فالهدف هو قياس- إحصائياً - مدى تأثر المنشأة إزاء التغيّرات التي تحدث في السوق، على اعتبار أن كل محفظة أوراق مالية(**P**) تحتوي على توظيفات خالية الخطر، و ذات عائد مقبول (**RF**)، و توظيفات أخرى ذات مخاطرة، والتي يعبر عنها بأمل الحصول على المردودية **E(Rm)**.

ويعطى أمل المردودية التي يطلبها المستثمر E(Rp) كما يلي: **E(Rp)= RF + (E(Rm) - RF) βi**

ومن ثم فالعائد الذي يطلبه المساهم أو المستثمر يتحدد[عبد العال، (أفراد-بنوك)،2003، ص.378] :

العائد المتوقع على السهم الفردي= العائد المتوقع على الورقة المالية عديمة المخاطرة + علاوة تحمل المخاطرة

علاوة تحمل المخاطرة =

(العائد المتوقع بواسطة السوق– العائد على الورقة عديمة المخاطرة) x المخاطرة المنتظمة للورقة المالية

علاوة تحمل المخاطرة =(βi x (Rf – E(Rm)

بناء على العلاقة أعلاه نثبت وجود علاقة طردية بين العائد والخطر، فلو انطلقنا من محفظة أوراق مالية تتألف من مجموعة صكوك مالية فإن الأوراق المالية خالية الخطر تمثل بخط فضاء الثنائية **مردودية - خطر** [جمال، 1998، ص.69].

فالمستثمر العقلاني يستطيع التنويع في استثماراته، إلاّ أنه لا يستطيع التخلص من المخاطر العامة، وبالتالي يجب أن يسعى للتوفيق ما بين العائد الذي يطلبه مع هذه المخاطر العامة [المساهم، العدد الأول، كانون ثاني1997، ص.46]. وأماّ المخاطر العامة التي لا يمكن للمستثمر التغلب عليها بالتنويع فهي المخاطر النظامية و التي تنشأ عن البيئة المحيطة و تتعلــق بالنظام المالي العام و هي مخاطر سعر الفائدة، مخاطر السوق والتضخم و الائتمان ...الخ.

ولمعرفة حجم المخاطر العامة الموجودة في السهم نعتمد على بيتا (**βi**) السوق ويطلق عليها المخاطر النظامية **R**isque Systématique وسوف نتعرض لها بشيء من التفصيل في النقطة الموالية.

1.**مقياس المخاطرة العامة بيتا (βi):** بيتا (**βi**) تعبر عن حجم المخاطر العامة الموجودة في السهم منسوبة إلى المخاطر الموجودة في محفظة تشمل جميع أسهم السوق تساوي الواحد الصحيح (1)، ولا تحوي أي مخاطر خاصة[1] .

[1]– المخاطر الخاصة: هي جميع المخاطر المرتبطة بالسهم أو المشروع ذاته فقط.

وعلى افتراض أن بيتا تساوي(2)أي السهم يحمل ضعف المخاطر العامة. أمّا لو افترضنا بيتا**(βi)** تساوي 0.5 معناه السهم يحمل نصف مخاطر السوق، فكلما ازدادت بيتا ارتفعت المخاطر العامة التي يحملها السهم، والعكس صحيح.

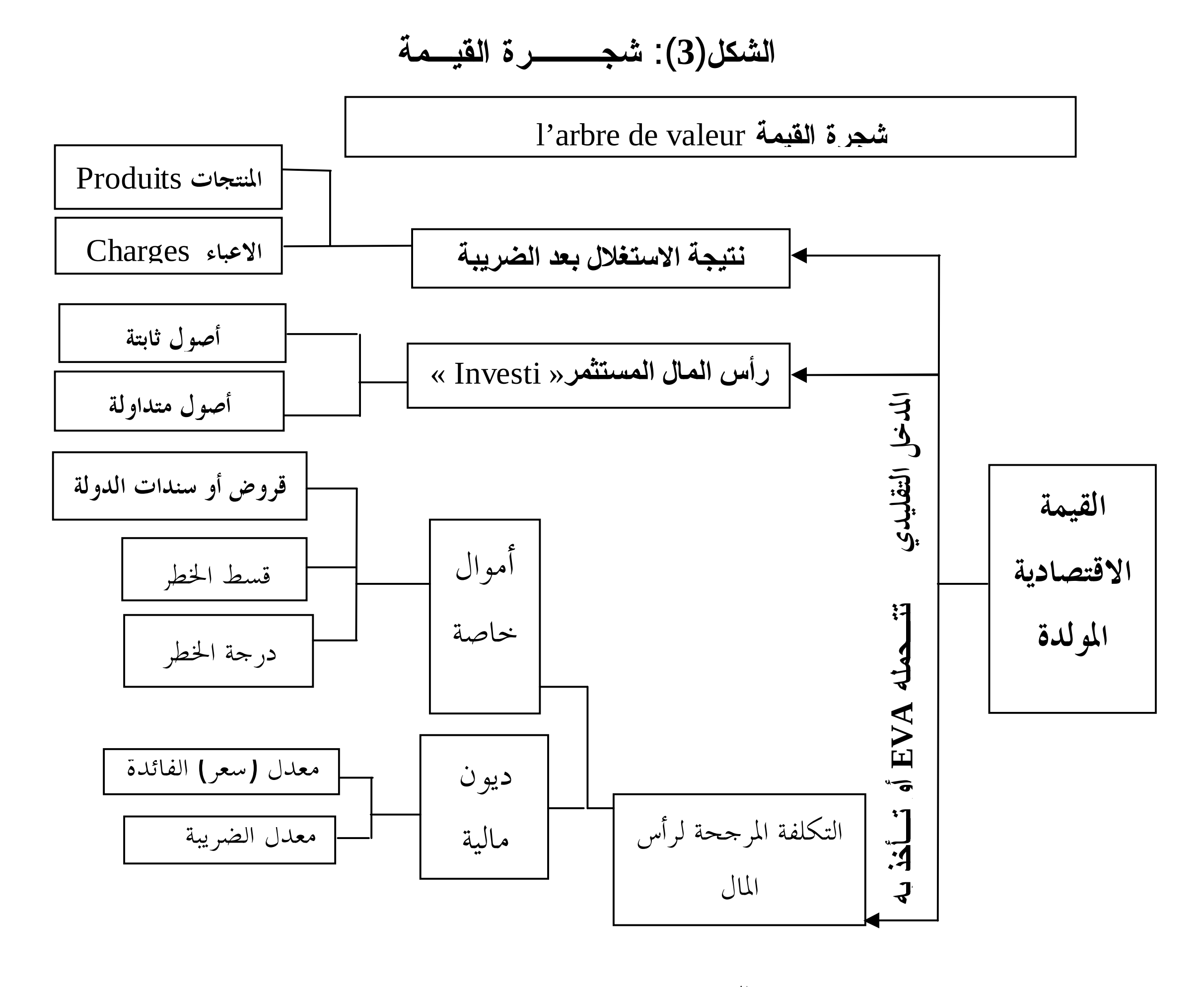
ويمكن الحصول على نتيجة أخرى من بيتا و هي" درجة تأثر السهم بالتقلبات في السوق، فإذا كانت بيتا لسهم معين تساوي1 فإن هذا يعني أن علاقة هذا السهم مع السوق علاقة قوية و كاملة" [المساهم، العدد الأول، كانون ثاني1997، ص.46].

ويعطي معامل بيتا بالعلاقة الآتية[الشمري، البياتي، صيام، ص.329]:

$$\beta i = \frac{\dfrac{\sum(\text{عائد السهم} - \text{الوسط الحسابي للسهم})(\text{عائد السوق} - \text{الوسط الحسابي لعائد السوق})}{\text{عدد السنوات}}}{\dfrac{\sum(\text{عائد السهم} - \text{الوسط الحسابي لعائد السهم})^2}{\text{عدد السنوات}}}$$

و يبين معامل بيتا مدى حساسية و تأثر بعض أسهم السوق و يوضح – أيضا – جملة التغيرات التي تطرأ عليها، فكلما زادت النسبة عن الواحد الصحيح كانت حساسية السهم أكبر، بينما العكس في حالة ما إذا قلت النسبة عن الواحد الصحيح. و لهذا السبب يدمج معامل بيتا في حساب تكاليف الأموال الخاصة والمبادلة بين المخاطر و العوائد. وكتلخيص حول مدخل خلق القيمة نورد للتوضيح شجرة القيمة و ما تنفرد به EVA، باعتبارها واحدة من بين أهم المداخل في الشكل الموالي .

الشكل(3): شجـــــــرة القيــمة



المصدر:[Gervais, 2000,P.258].

إن الهدف المنشود من جمع وعرض هذه المتغيرات هو توضيح آلية تنبؤ المنشأة الاقتصادية بالعوائد التي يطالب بها المساهم بالدرجة الأولى، وإدماجها في تحديد التكلفة المتوسطة المرجحة للأموال، ومن ثم الوصول إلى تحديد العنصر الثاني المشكل لـــ EVA.

خلاصة الدراسة:

كخلاصة حول دور المساهم و خلق القيمة من قبل المنشأة، فإن توليد عوائد مستقبلية كافية أو على الأقل مساوية لما تقدمه الاستثمارات أو المشاريع البديلة في نفس مستوى الخطر، و التي يمكن أن يلجأ إليها المساهم أصبحت ضرورة تأخذ بها المنشأة عند اتخاذ القرارات، وهذا ما كرّس فعلا بإقحام المساهم في الإدارة، فالمسيرون اليوم يبحثون عن مردودية ملائمة تجعل من المستثمر كمساهم يحجم عن التحول[1]. ونضيف أمراً في غاية الأهمية هو أن التقارير التي تعدها المنشآت المالية الكبرى في العالـــم تبين توجه آخر متمم يتجلى في إدماج كافة المتعاملين والشركاء في إدارة المنشأة وتقديم نصيب للمسيرين حسب تطور نشاطها.

---

[1] – المقصود بالتحول هنا هو التخلص من أسهم الشركة المعنية.